

Vydává federální ministerstvo financí ve spolupráci se Státní bankou československou ve vydavatelství Economía, a. s. Praha

© federální ministerstvo financí

Adresa redakce: Vinohradská 49,
120 74 Praha 2

Telefon: 253 018 nebo 2110, linka 361

Vedoucí redaktor: Ing. Ivan Kočárník, CSc.

Publishers: Federal Ministry of Finance in Cooperation with Czechoslovak State Bank in Publishing House Economía, Prague

© Federal Ministry of Finance

Editor's Office: Vinohradská 49,
120 74 Prague 2, CSFR

Editor in Chief: Ivan Kočárník

OBSAH

- Jan VÍT: Cíle a nástroje měnové politiky v roce 1992 53
 Peter PALEČKA: Nový čs. celní sazebník 59
 Zdeněk VESELÝ: Platební neschopnost v roce 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prognóza vývoje kursu čs. koruny na rok 1992 79

Finance a úvěr v zahraničí

Ladislav MACHOŇ: Způsoby řízení koncernů v tržní ekonomice (2. část) 91

Informace

Jiří JONÁŠ: Nobelova cena za ekonomii 1991 — Ronald Coase 103

Uprostřed čísla:

Frederic S. MISHKIN: **Ekonomie peněz, bankovníctví a finančních trhů** (na pokračování — 17. část) ss. 529—536

Všechny bibliografické údaje včetně údajů o autorských právech jsou uvedeny u prvního pokračování v č. 1/91 tohoto časopisu.

Publikováno po dohodě s College, sekci vyd. HarperCollins Publishers.

CONTENTS

- Jan VÍT: Goals and Instruments of the Monetary Policy for 1992 53
 Peter PALEČKA: The New Czechoslovak Tariff 59
 Zdeněk VESELÝ: Payment Arrears in 1991 61
 Karel MAREK: Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business 69
 Martin MANDEL: Prediction of Czechoslovak Crown Exchange Rate Development in 1992 79

Finance and Credit Abroad

Ladislav MACHOŇ: Ways of Controlling Concerns in Market Economy (2nd Part) 91

Information

Jiří JONÁŠ: Nobel Prize for Economics in 1991 — Ronald Coase 103

In the middle of this issue:

Frederic S. MISHKIN: **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets** (To Be Continued — Part XVII) pp. 529—536

You can find all bibliographical data including particulars on copyright in part I of the series in No 1/91 of this journal.

Published by arrangement with College, a division of HarperCollins Publishers.

Redakční rada: ing. Aleš Bulíř, ing. Belo Bosák, CSc., Ing. Jozef Dančo, CSc., ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., ing. Miroslav Kerouš, ing. Jaroslav Klapal, ing. Ivan Kočárník, CSc., ing. Antonín Kotulán, CSc., ing. Vratislav Kulháněk, ing. Ivan Mikloš, Vladimír Rudlovčák, CSc., ing. Miroslav Purkyně, dr. ing. Dušan Triska, CSc., prof. ing. Miroslav Tuček, CSc., ing. Peter Vajda, CSc., ing. Anton Vavro, CSc., doc. ing. Karol Vlachynský, CSc., ing. Jaromír Zahradník

Poznámky k otázkám burzy a k burzovním obchodům

Karel MAREK*

V současnosti v souvislosti s „velkou privatizací“ a tzv. privatizací kupónovou roste zájem odborníků i veřejnosti o problematiku cenných papírů, mj. zejména akcií — jejich případný nákup a prodej — a instituci burzy. V době zpracování tohoto příspěvku probíhá legislativní proces nových zákonů o bankách a o burze. Při přípravě burzy v ČSFR můžeme, i když jen obrazně a ne fakticky, navázat na dřívější — přerušenou — tradici. V Praze burza fungovala v letech 1871—1938 a např. již v roce 1923 byly burzovní zprávy pravidelnou relací tehdejšího rozhlasu. Uvádí se, že v době svého nejlepšího postavení (v r. 1930) zaujímala pražská burza přibližně sedmé místo v Evropě [Jánoš 1991]¹.

Burza je místo (specifický trh), kde se místně a časově soustřeďuje značné množství nabídky a poptávky po burzovním zboží. Soustředění značné a někdy rozhodující části nabídky a poptávky na určité burze vede k tomu, že se tato burza stává centrem, které určuje vývoj cen.

Burza je charakteristická pro ekonomiku založenou na tržních vztazích. Lze rozlišovat zejména burzy zbožové (např. kovy, suroviny), cenných papírů, devizové, dopravní. V současné době začíná být u nás obchodu na burze věnována pozornost. (Tomuto tématu jsou věnovány publikace, resp. semináře [Marek — v tisku]².)

Burzy napomáhají mj. k přeměně úspor na cenné papíry, tj. na obligace, akcie, renty. Burza je citlivá na významnější jevy politického, ekonomického i sociálního charakteru. Nejvíce na ni pochopitelně získá ten, komu se podaří nejdříve a nejsprávněji předvídat vývoj.

V celosvětovém měřítku se dnes jako nejdůležitější jeví burzy v New Yorku, burza londýnská a tokijská. (Dále se mezi světové počítají burzy v Amsterdamu, Frankfurtu nad Mohanem, Paříži a Curychu.)

Vývoj ukazatelů na burzách má značnou vypovídací schopnost:

- jsou důležitým indikátorem ekonomických i společenských tendencí;
- vytvářejí možnost prognóz vývoje konkrétního jevu;
- poskytují cenné informace o postavení a očekávaném vývoji obchodního partnera;
- dávají obraz o pevnosti měny daného státu ve vztahu k jiným konvertibilním měnám i ve vztahu k vlastní ekonomice.

* Doc. dr. Karel Marek, CSc., pracovník právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně

Příspěvek redakce obdržela 7. 11. 1991, autorská korektura provedena dne 17. 12. 1991.

¹ k právní úpravě též zákon 67/1875 a 68/1875 Zákoníku říšského

² a tam citovaná literatura

Jistou vypovídací schopnost lze perspektivně očekávat i od burzy cenných papírů (burz) u nás.

Vlastnictví cenných papírů představuje zejména právo na peněžité plnění, které lze uplatňovat zásadně při předložení cenného papíru. Dlužníkovi (vydavateli — emitentovi) přináší cenné papíry zejména zdroj kapitálu a pro věitele představují nástroj uložení volných peněžních prostředků a jejich možné zhodnocení.

Předpokladem vzniku a fungování burzy (burz) cenných papírů je mj. příslušná právní úprava. Proto FMF a SBČS připravily návrh zákona o burze. (Ve srovnání s dřívějšími pojednáními, zpracovanými podle návrhu z r. 1990, vycházím dnes z návrhu z r. 1991 připraveného k projednání v legislativní radě a vládě ČSFR.)

Náš zákon o burze bude navazovat zejména na připravovaný obchodní zákoník (viz mj. ustanovení o smlouvě o zprostředkování) a na zákon o bankách a spořitelnách.

Návrh zákona vychází z požadavku vytvořit organizovaný trh pro všechny druhy cenných papírů. Aby tomu tak bylo, musí burza fungovat jako nezávislá tržní instituce. Vyjádřením oné nezávislosti je zásadní oddělenost burzy od státu a vybavení potřebnou samosprávou. Z poslání burzy vyplývá veřejná prospěšnost jejího fungování. Jako jeden z finančních institutů se burza stane místem důležitých operací. Jejich služeb budou mít možnost využít všechny podnikatelské subjekty. Právě na burze se totiž bude soustřeďovat převážná část nabídky a poptávky po jednotlivých druzích cenných papírů, zejména pak po akciích a dluhopisech. Veřejná prospěšnost je mimo jiné dána i efektivním pohybem kapitálu podle reakce nabídky a poptávky. Nikoliv nepodstatné je i hledisko legitimacy uzavřených obchodů. Tzv. neburzovní obchody by vždy nemusely toto hledisko naplňovat.

Zákon o burze bude představovat pouze rámcovou, zásadní právní úpravu. Vlastní konkretizaci systému burzovních obchodů bude určovat burza sama. K tomuto účelu se v návrhu zákona předvidá, že burza bude zmocněna vydávat — po schválení FMF — burzovní řád a jiné předpisy o obchodování na burze, jimiž budou účastníci burzovních obchodů vázáni.

Ačkoliv návrh zákona o burzách umožňuje zřízení i většího počtu burz, bude nutné tuto otázku velice pečlivě zvažovat. Pro postavení — i mezinárodní — platí, že čím je objem burzovních obchodů větší, tím je pozice burzy silnější. Zároveň se objektivizuje úroveň kursů, které jsou na burze dosahovány.

Pro nás zajímavý je v tomto smyslu poslední vývoj regionálních burz; např. ve Velké Británii byly uzavřeny burzy v Liverpoolu, Bristolu a Newcastlu. Zbývající britské regionální burzy (Glasgow, Manchester, Birmingham, Belfast) slouží vlastně jen k podpoře služeb Londýnské mezinárodní burzy.

Přes zřejmou výhodnost jen jediné burzy je realitou vytvoření finanční burzy v obou hlavních městech našich republik. Již pracují přípravné výbory k vytvoření burzy cenných papírů v Praze a Bratislavě.

Dne 29. 12. 1990 byla zakladatelskou smlouvou v Bratislavě ustavena akciová společnost Burza cenných papírů Bratislava v návaznosti na usnesení vlády SR č. 370/90. Akcionáři jsou peněžní ústavy se sídlem v SR (Kooprativa, Slovenská poľnohospodárska banka, Slovenská štátna poisťovňa, Slovenská štátna sporiteľňa, Tatrabanka a Všeobecná úverová banka). Bratislavská burza disponuje kapitálem 2 mil. Kčs a má k dispozici přidělenou budovu. Příprava programového vybavení (software) pro prezenční typ burzy byla zadána firmě Security Pacific, The Segur Groups Inc. New York, která rovněž vyškolí personál. Zdá se, že možným řešením, které by překlenulo nevýhodné vytvoření dvou malých kapitálových trhů, bude pokusit se o propojení v jeden harmonický celek — „aby dvě samostatné burzy ctily shodná pravidla, kursy, ceny akcií atd.“ [Burzovní otázky . . .].

Ekonomicky vyspělé země směřují k integraci burzovních obchodů. Nezanedbatelným hlediskem je i náročnost na materiální vybavení. Vlastní náklady budou představovat dosti vysoké částky.

S ohledem na všechny aspekty této problematiky se proto předpokládá, že náš vývoj bude začínat burzou jednoduchou a směřovat k burze počítačové. Tempo přechodu bude přímo úměrné nárůstu obchodu s cennými papíry.

Domnívám se, že ve velmi krátké době musí být nejen realizována burza cenných papírů v klasické (neautomatizované) podobě, ale postupně musí být tvořen i automatizovaný systém na takové úrovni, jak je obvyklé a nezbytné ve vyspělých ekonomikách.

„Podle stupně využití výpočetní techniky při burzovních obchodech můžeme rozlišovat tyto systémy:

- a) ORDER-ROUTING-SYSTEM, který umožňuje burzovním obchodníkům shromažďovat příkazy od svých zákazníků a na základě automatického třídění udělovat je ve vhodnou tržní situaci burzovním zprostředkovatelům;
- b) QUOTATIONS-DISPLAY-SYSTEM slouží především k informování o aktuální tržní situaci. Vlastní obchody se odvíjejí prostřednictvím telefonní sítě;
- c) ORDER-EXECUTING-SYSTEM, který představuje vlastní elektronickou burzu. Obchody probíhají bez burzovního parketu prostřednictvím počítačového systému.

Výhody elektronických burz proti klasickým (prezenčním) burzám jsou v rychlosti provedení burzovního příkazu, v okamžitém zaúčtování burzovního obchodu. Tím, že počítačová burza je nezávislá na svém místě, umožňuje všem burzovním účastníkům přímý a stejně rychlý přístup k obchodnímu systému, čímž se zvyšuje transparentnost trhu. Elektronická burza také umožňuje propojení se zahraničními elektronickými burzami.“ [Musílek 1991]

V této souvislosti se nabízí v daném čase zřejmě jako jediné reálně použitelné řešení získání dostatečně výkonného a zejména pak skutečně fungujícího technického a programového vybavení nikoliv z tuzemských zdrojů, ale od seriózní — v této oblasti přiměřeně dlouho působící — zahraniční firmy.

Aby bylo možné alespoň zásadní obsahové srovnání, uveďme ve stručnosti základní obsah burzovního zákona v SRN. Ustanovení tohoto zákona v SRN se věnují: burzovému dozoru úřadu (úřad vykonává dozor nad dodržováním ustanovení zákona), burzovnímu řádu, stanovení burzovní ceny, připouštění cenných papírů k obchodování na burze, povinnosti emitenta cenných papírů, zveřejňování důležitých skutečností souvisejících s emitovanými cennými papíry a dalším dílčím otázkám.

Před seznámením se s návrhem našeho zákona nemusí být neúčinné seznámit se rovněž alespoň se základními organizačními údaji o rakouském burzovním systému, reprezentovaném Vídeňskou burzou.

V rakouském burzovním systému dohlíží nad burzou burzovní komise. Komisi tvoří vedoucí představitelé velkých finančních ústavů a burzovních klientů, cenné papíry k úřednímu obchodu připouští burzovní komora, která i vyhláší konkursy na funkci senzálové, schvaluje burzovní členy, spravuje majetek.

Burzovní komoru tvoří prezident, viceprezidenti, valná hromada, výbory a úřad komory. Pro vyřizování sporů je zřízen burzovní soud. Burzovní obchody provádějí senzálové, kteří jsou pracovníky burzy. Naproti tomu samostatní obchodníci — makléři — zprostředkovávají „regulovaný volný obchod“ (tedy bez úředně určených kursů).

Založení burzy u nás řeší hned prvá ustanovení navrhovaného zákona. Burza cenných papírů je charakterizována jako místo, kde se obchoduje s akciemi, dluhopisy a jinými cennými papíry, dále s devizami, valutami a zlatem (dále jen „cenný papír“). Dosud byl obchod s devizami především předmětem devizových aukcí organizovaných peněžními ústavy. Tato forma obchodu však bude v budoucnu zřejmě nahrazena zásadně jen obchody na burze. Z hlediska pochopení charakteru, významu a poslání burzy je nutné si uvědomit, že burza bude právnickou osobou založenou podle právní úpravy o akciových společnostech, se speciální úpravou uvedenou v zákoně o burzách, tj. bude samostatným nositelem práv a povinností (právnickou osobou). To, že se

pro burzu využívá v maximální možné míře stejné úpravy jako pro jiné akciové společnosti, považujeme za pozitivní a racionální.

Obchodování na burze bude vyhrazeno pouze oprávněným právníkům a fyzickým osobám. Kupovat a prodávat cenné papíry na burze mohou právníkové osoby, které jsou oprávněné k obchodování s cennými papíry podle zvláštního předpisu (zákona o bankách a spořitelnách), a jsou

— akcionáři burzy

— nebo osobami, kterým burzovní komora na jejich žádost za poplatek udělila oprávnění kupovat a prodávat cenné papíry na burze.

Jednotlivé burzovní obchody mezi osobami oprávněnými kupovat a prodávat cenné papíry na burze zprostředkovávají úřední dohodci a soukromí dohodci.

SBČS je oprávněna k burzovnímu obchodu se státními dluhopisy. (Oprávnění k burzovnímu obchodu nesmí být uděleno osobě, jejíž hospodaření během posledních tří let skončilo ztrátou nebo která je v konkursním řízení.)

Pokud jde o osobou právníkou, která je oprávněna k burzovnímu obchodu, určí jednu, popř. více fyzických osob jako své zmocněnce, kteří budou jejím jménem provádět jednotlivé burzovní dohody. Burzovní komora udělí oprávnění k burzovnímu obchodu fyzické osobě, která je zmocněncem osoby oprávněné k burzovnímu obchodu, má k burzovnímu obchodu potřebnou odbornou způsobilost a je občansky bezúhonná. (Jakým způsobem se odborná způsobilost a občanská bezúhonnost prokazují, určí burzovní komora.)

Návrh zákona předpokládá, že k založení burzy, k jejímu rozdělení, sloučení nebo splynutí s jinou burzou, jakož i ke změně předmětu její činnosti je třeba povolení, které uděluje na žádost federální ministerstvo financí v dohodě se Státní bankou československou a s ministerstvem financí České republiky nebo ministerstvem financí Slovenské republiky příslušným podle sídla burzy.

Zajištění ochrany před monopolizací postavení na burze nachází své vyjádření v ustanovení, že počet zakladatelů nesmí být menší než deset, a v ustanovení o tom, že člen valného shromáždění má na jednání valného shromáždění hlasovací právo podle počtu svých akcií, nejvýše však 10 % z celkového počtu hlasů.

Hospodaření burzy je upraveno plně v duchu požadavku ekonomické samostatnosti podnikatelských subjektů. Základní kapitál burzy se získá emisí akcií. Nepředpokládá se žádné státní příspěvky. Burza musí být finančně soběstačná.

Jako orgány burzy budou působit *valné shromáždění členů burzy, burzovní komora, dozorčí rada a dva revizoři účtů* (kontrolují hospodaření burzy, nikoli burzovní obchod).

Valné shromáždění akcionářů burzy bude plnit dvojí funkci. Jednak bude působit jako nejvyšší orgán burzy v oblasti vlastní burzovní činnosti, zároveň však bude plnit úkoly valné hromady tak, jak je známe ze zákona o akciových společnostech (de lege ferenda pak zřejmě podle obchodního zákoníku, kde má úprava akciových společností najít svoje místo). Pouze valné shromáždění volí a odvolává členy burzovní komory, členy dozorčí rady, revizory účtů a stanoví odměny za jejich činnost; schvaluje burzovní řád, jeho změny a další burzovní předpisy, které jsou závazné pro účastníky burzovních obchodů; stanoví se souhlasem FMF druhy a výši burzovních poplatků a odměn za služby poskytované burzou.

Statutárním orgánem burzy má být burzovní komora; počet jejích členů má být limitován na 24. Burzovní komoru má volit valné shromáždění, a to z akcionářů burzy nejméně polovinu členů, z úředních dohodců má volit nejméně jednoho člena a další členy volí z jiných osob.

Burzovní komora řídí provoz burzy a odpovídá za její řádný chod; dbá, aby při činnosti burzy byly dodržovány právní předpisy, burzovní předpisy a zabezpečována ochrana zájmů finančního trhu; *uděluje souhlas s prodejem akcií tuzemským i zahraničním osobám* (přitom se navrhuje, aby se na základním kapitálu burzy podílely zahra-

niční právnické osoby nejvýše třetinou); určuje dny burzovního obchodu a stanoví začátek a konec burzovních hodin, tj. tzv. burzovní dny; vymezuje práva a povinnosti účastníků burzovního obchodu a burzovních orgánů podílejících se na správě a chodu burzy; určuje způsoby a druhy burzovního obchodu, stanoví pravidla pro jeho provádění, upravuje způsob a lhůty plnění burzovního obchodu, jakož i postup při jejich nedodržení, určuje stupeň využívání výpočetní techniky při tomto obchodu; konkretizuje podmínky pro přijetí cenných papírů k burzovnímu obchodu a rozhoduje, s kterými cennými papíry se může na burze obchodovat na úředním trhu, na regulovaném trhu a na volném trhu.

Burzovní komora rovněž zveřejňuje kursy cenných papírů a údaje o jejich nákupu a prodeji na burze; uděluje také oprávnění k burzovnímu obchodu. Za burzovní obchod se přitom považuje nákup a prodej cenných papírů na burze, jakož i zprostředkování tohoto nákupu a prodeje oprávněnými osobami.

Práva a povinnosti burzovní komory zahrnují dále zejména jmenování a odvolání generálního sekretáře burzy a úředních dohodců, výkon dohledu nad činností úředních a soukromých dohodců; stanovení podmínek pro zprostředkování burzovního obchodu; určení způsobu vedení evidence burzovního obchodu; řešení sporů z burzovního obchodu, pokud o to požádali účastníci sporu; určení pravidel pro řešení těchto sporů.

Zvláště uvedme, že burzovní komora má být oprávněna přijmout opatření, která zabrání ohrožení činnosti burzy nebo zájmů jejích akcionářů a účastníků finančního trhu. V těchto případech je zejména oprávněna změnit burzovní dny a pozastavit zčásti nebo zcela burzovní obchod.

Své pravomoci může burzovní komora uplatnit buď přímo sama, nebo tam, kde to zákon umožňuje, prostřednictvím burzovních výborů.

Předpokládáme, že při dostatečném rozvinutí obchodu bude zřízen zejména výbor pro připouštění cenných papírů k burzovním obchodům, výbor dohodců pro určování kursů a rozhodčí výbor.

Kromě zasedání burzovní komory a burzovních výborů vykonává komora svou činnost zejména prostřednictvím předsedy burzovní komory.

Návrh zákona vymezuje i postavení a úkoly předsedy burzovní komory. Při vzniku nebezpečí z prodlení má právo přijmout naléhavá opatření mající zabránit ohrožení činnosti burzy nebo zájmů jejích akcionářů a účastníků finančního trhu, nelze-li včas svolat burzovní komoru. Předseda dále řídí burzovní komoru a podepisuje její rozhodnutí; rozhoduje ve všech záležitostech, které nejsou tímto zákonem nebo burzovním řádem vyhrazeny k rozhodování burzovní komoře nebo jejím výborům, a dohlíží na dodržování burzovních předpisů.

Řízením aparátu burzy a zabezpečováním jejího chodu má být pověřen generální sekretář (zaměstnanec burzy), který by měl být odborníkem s většími praktickými zkušenostmi. Generální sekretář se zúčastňuje jednání burzovní komory a je oprávněn zúčastnit se schůzí výborů (v obou případech s hlasem poradním).

Dozor nad vlastním hospodařením burzy a nad burzovními obchody bude zajišťovat dozorčí rada. Členy dozorčí rady má volit valné shromáždění z akcionářů burzy a z jiných osob. Dozorčí rada musí mít 6 členů, přičemž alespoň polovina členů musí být zvolena z osob, které nejsou akcionáři nebo zaměstnanci burzy.

V obchodu — a v burzovním obchodu zejména — je zvláštní důraz kladen na vzájemnou důvěru a čestnost jednání jeho účastníků. To je důvodem, proč z burzovních obchodů mají být vyloučeni ti, kteří mají díky svému postavení dříve než ostatní k dispozici informace o skutečnostech, které mohou ovlivnit kursy některých cenných papírů. Tyto informace je zakázáno využívat i ve prospěch jiných osob.

Vlastní vypořádání burzovních obchodů bude provádět banka, popř. jiná právnická osoba (na základě dohody uzavřené s burzovní komorou), která však sama nebude smět burzovní obchody uzavírat.

Uzavírat burzovní obchody má z ekonomického hlediska smysl pouze v případě, že se jedná o relativně vyšší finanční objem. Důvodem je poplatek za realizaci obchodu. To pochopitelně platí i v těch případech, kdy se uvažuje o nákupu akcií k získání určitého zisku. Na tuto skutečnost je opakovaně upozorňováno při zahraničních stážích pro funkcionáře čs. firem i v odborných publikacích. Z této skutečnosti pak vyplývá, že ani po zřízení burzy nebude zřejmě na ni koncentrován úplně celý obchod s cennými papíry; část tohoto obchodu budou zřejmě zprostředkovávat některé banky. Zatím, v době, kdy burza ještě neexistuje, vytvořily největší čs. banky specifický trh cenných papírů. Byla vytvořena určitá pravidla pro obchodování, zúčtování, objednání cenných papírů. Obchoduje se v aukcích [Šuleová 1991].

„Cena může být zájemcem specifikována dvojím způsobem:

1. Může být sjednána jako cenová podmínka minimální (při prodeji) nebo maximální (při nákupu).
2. Může být konkretizována slovy „co nejlépe při prodeji“ a „co nejlevněji při nákupu“. V případě, že cena stanovena není, je míněno, že klient souhlasí s uzavřením obchodu za cenu, která bude skutečně dosažena na trhu. [. . .] Za umožnění vstoupit na sekundární trh si banka účtuje obstaravatelskou odměnu. Ta je stanovena sazbou 0,9 %—1,2 % z objemu obchodu v závislosti na jeho výši. Minimálně však činí 30 Kčs za jednu operaci na sekundárním trhu.“ [Zahradník . . . 1991 (c)]

„Počítá se s tím, že do vzniku burzy by měl sekundární trh cenných papírů fungovat pravidelně jednou za čtrnáct dní. V rámci obchodování banky účastníci trhu faxem odešlou všechny požadavky svých zákazníků do odboru bankovních obchodů SBČS. [. . .] Zde se sumarizují na počítači a stanoví tržní cenu pro určitý prodejní den.“ [Před vznikem . . . 1991]

Otázky spojené s připuštěním cenných papírů k obchodům na burze upravuje návrh zákona o burze v souladu s požadavky právních a finančních záruk solidnosti a čestnosti burzovních obchodů. Žádost o přijetí cenného papíru k obchodu na burze předkládá emitent s peněžním ústavem (bankou nebo spořitelnou) oprávněným k burzovním obchodům, který na sebe přebírá část obchodní odpovědnosti. Je-li emitentem cenného papíru banka nebo spořitelna oprávněná k burzovnímu obchodu, podává žádost sama.

Základní informace o emitentovi cenných papírů musejí být obsaženy v informaci, kterou dává emitent ke zveřejnění. Činí tak v tzv. prospektu (musí být zveřejněn způsobem určeným burzovní komorou), kterým veřejnost informuje o své hospodářské činnosti, aby tak mohly být posuzovány všechny výhody a rizika vkladů do cenných papírů. Pouze úplně a objektivní informace jsou zárukou určité serióznosti burzovních obchodů, jakož i vlastní účasti na podnikatelské činnosti emitenta. Prospekt ověřený bankou (za jeho správnost odpovídá emitent) se připojuje k žádosti o přijetí cenného papíru k obchodu.

Prospekt obsahuje údaje o hospodářské činnosti emitenta a o emisi cenného papíru, a to zejména o: majetkové, finanční a výnosové situaci; obchodních vyhlídkách; celkovém objemu emise a rozdělení do nominálních hodnot; způsobu vydání; místu prodeje cenného papíru.

Nejpoužívanějším dokumentem, majícím vypovídací schopnost o dané společnosti (zejména u společností akciových), jsou tzv. „Zprávy o průběhu obchodního roku“. [Velká trojka. . . 1991].³

Tyto zprávy určené pro výroční zasedání valné hromady akcionářů, tj. pro vyhodnocení a uzavření daného obchodního roku, včetně rozhodnutí o použití disponibilního

³ Např. v USA dohlíží stát prostřednictvím příslušné komise na každou emisi cenných papírů. Podmínkou emise je doklad, že daná firma dosahuje určitého zisku, má dostatečný akciový kapitál, předkládá čtvrtletní zprávy o své činnosti a vyplácí svým podílníkům dividendy.

zisku pro další rozvoj společnosti, resp. pro výplatu dividend akcionářům, mají zpravidla stanoveny základní informační okruhy.

Návrh zákona řeší i otázku náhrady škody v případě, kdy prospekt obsahuje nesprávné nebo neúplné informace vedoucí ke vzniku škody na straně kupujících, kteří o těchto nesprávnostech nevěděli. V těchto případech jsou emitenti povinni škodu uhradit. To platí pochopitelně i tehdy, jestliže v prospektu jsou některé důležité informace záměrně zamlčovány.

Pouze burzovní komora může emitenty zprostit povinnosti zveřejňovat během roku zprávu o svém hospodaření a koncem roku svou uzávěrku s komentářem o finanční situaci a průběhu hospodaření.

Obecně platí, že emitent cenného papíru přijatého na úřední trh musí neprodleně oznámit burzovní komoře a podle jejího požadavku zveřejnit změny ve své finanční situaci nebo jiné skutečnosti, které mohou vyvolat změnu kursu cenného papíru nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z emise cenného papíru.

Připuštění cenných papírů k burzovním obchodům není vázáno na povolení pouze u dluhopisů vydávaných státem, kde jsou dostatečné záruky jejich spolehlivosti.

Návrh zákona předpokládá, že k obchodům na burze budou přijímány i cenné papíry, jejichž kurs se nebude úředně stanovovat. Pro obchod na takovém tzv. regulovaném trhu platí obdobné zásady jako pro obchod s papíry, které mají úřední kótaci. Burzovní řád stanoví, které povinnosti při přijímání cenných papírů na regulovaný trh nemusejí být splněny. Rozdíl je nutně spatřovat především v tom, že burzovní komora připustí k úřední kótaci např. jen déle existující, renomované firmy. Všichni ostatní mají možnost se uplatnit na regulovaném trhu nebo na trhu volném. V zásadě tedy bude možný burzovní obchod i s dalšími druhy papírů, které nesplňují náročné požadavky na obchod s papíry na úředním nebo regulovaném trhu. Pokud cenný papír nesplňuje podmínky burzovního obchodu na úředním nebo regulovaném trhu, může emitent spolu s bankou nebo spořitelnou, která je členem burzovní komory, žádat o přijetí cenného papíru na trh volný, na který se nevztahuje ustanovení o úředním a regulovaném trhu.

Velice citlivou otázkou je stanovení kursů cenných papírů. Obecně platí, že kursy publikované burzou mají vyjadřovat platnou burzovní cenu určitého cenného papíru. Předpokladem objektivitu kursu je zohlednění širokého okruhu obchodů. Vlastní tvorba kursu je mj. ovlivněna poměrem nabídky a poptávky po kapitálu, diskontní politikou emisní banky, stavem ekonomiky i společensko-politickou situací. Kurs může být určen v procentech nominální hodnoty papíru nebo v měnových jednotkách za kus, což je na zahraničních burzách v současné době praxe obvyklejší.

Kurs cenného papíru na úředním trhu určuje — podle návrhu zákona — úřední dohodce. Pokud se na burze používá pouze automatizovaný systém burzovního obchodu, vypočítává se úřední kurs za pomoci tohoto systému.

Kurs cenného papíru na regulovaném trhu určuje soukromý dohodce. Kursy se vyhláší v sídle burzy a po skončení burzovního dne se zveřejňují v burzovním listě burzy. Proti kursům cenných papírů mohou účastníci burzovního obchodu podat protest u burzovní komory. Protest však nemá mít odkladný účinek.

Nabídku a poptávku po určitých druzích cenných papírů zprostředkovávají na úředním trhu profesionální úřední dohodci, jejichž výběr se provádí veřejným konkursem a kteří jsou jmenováni burzovní komorou. Povinností úředních dohodců je zprostředkovat burzovní dohodu především poctivě a nestranně. Zejména z tohoto důvodu nesmějí uzavírat dohody na vlastní účet.

Zákon zakazuje dohodci zprostředkovat obchody, jestliže má důvodné podezření, že účastník obchodu nepostupuje čestně nebo je platebně neschopný. Dále nesmí zprostředkovávat obchody s papíry, které nejsou zaznamenány v úředním kursovním listě burzy. Dohodci zprostředkovávají burzovní obchody pouze s těmi druhy cenných papí-

rů, které jim burzovní komora přidělila. Tím se sleduje určitá specializace dohodců a dosažení lepšího přehledu o trhu.

Dohodné, které dohodci dostávají za zprostředkování obchodu, je podmínkou uzavření obchodu. Není-li smlouveno nebo určeno burzovním řádem jinak, platí dohodné obě strany napůl.

Úřední dohodce určuje kursy přidělených cenných papírů; vede deník jednotlivých burzovních obchodů, do kterého v časovém sledu zapisuje obchody zprostředkované v příslušný burzovní den, účastníky burzovního obchodu, emitenty cenných papírů, jejich kursy, za které byly burzovní obchody uskutečněny, druhy obchodů, jakož i jejich případné storno. Deník burzovních obchodů může být nahrazen výstupními sestavami z počítače potvrzenými úředním dohodcem.

Úřední dohodce nesmí provozovat jinou obchodní činnost ani jako společník, pokud by tím mohla být narušena jeho nestrannost při burzovním obchodu; je povinen zachovávat mlčenlivost o příkazech a jednáních týkajících se burzovního obchodu. Burzovního obchodu je povinen zúčastnit se osobně. Zastoupen může být jen jiným úředním dohodcem.

Kromě úředních dohodců upravuje návrh zákona institut dohodců soukromých. Ti mohou obchodovat s papíry určenými pro obchod na regulovaném a volném trhu. V uděleném oprávnění burzovní komora určí cenné papíry, se kterými soukromý dohodce zprostředkovává burzovní obchod, a určuje kursy těchto cenných papírů. Dohled nad činností úředních a soukromých dohodců vykonává burzovní komora.

Zásadní rozdíl mezi oběma druhy dohodců spočívá v tom, že soukromý dohodce může provozovat burzovní obchod také na svůj účet.

Spory týkající se burzovních obchodů má řešit soud příslušný podle sídla burzy s výjimkou sporů, o jejichž řešení požádaly zúčastněné strany burzovní komoru.

Porušení určených ustanovení zákona o burze je vystaveno sankčnímu postihu. Skutkové podstaty zakládající možnost uložení sankce pamatují mj. na případy neplnění povinnosti stanovené burzovním řádem a dalšími burzovními předpisy a rozšiřování nepravdivých zpráv. Sankcí stanovenou burzovní komoru je pokuta do 50 tisíc Kčs nebo dočasné či trvalé vyloučení účastníka či cenného papíru z burzovních obchodů.

Činnost burzy má podléhat státnímu dozoru, jehož přímým vykonavatelem je FMF prostřednictvím burzovního komisaře. Komisaře a jeho zástupce jmenuje a odvolává ministr financí ČSFR.

Ministr financí ČSFR má být oprávněn na návrh burzovního komisaře odejmout burzovní komoře její oprávnění uvedená v zákonu o burzách, pokud závažným způsobem porušila právní nebo burzovní předpisy a hrozí-li nebezpečí ztrát z prodlení. Ministr může v tomto případě dočasně pověřit řízením burzy zmocněnce. Ministr je podle návrhu zákona oprávněn dočasně pozastavit burzovní obchod, jestliže nelze jinak zabránit velkým hospodářským škodám. Burzovní komora se proti rozhodnutí může odvolat k soudu. Odvolání však nemá mít odkladný účinek.

Státní dozor má být pouze součástí systému ochranných opatření, který zahrnuje především přísné podmínky připuštění cenných papírů k obchodům na burze, jejich diferenciaci podle stupně spolehlivosti, zakotvení povinností emitentů informovat o své finanční situaci a její změně a zákaz využívat při burzovním obchodu ve svůj prospěch informace, které mají některé osoby v důsledku svého postavení k dispozici dříve než ostatní účastníci burzovních obchodů.

V současné etapě přípravy burzy bylo pro nás zajímavé seznámit se s prvými maďarskými zkušenostmi (zde byla oficiální burza založena 21. června 1990). V dalším proto opět alespoň velmi stručně vycházím z informací poskytnutých předsedou maďarské burzy L. Bokrosem Hospodářským novinám (viz č. 3/90). Předseda maďarské burzy se domnívá, že nejdůležitější úlohou burzy není přístup firm k dodatečnému kapitálu. Nejdůležitější funkcí burzy podle něj je, že neustále poskytuje informace o skutečné hodnotě existujících podniků a projektů. To je nezbytná podmínka pro to, aby se moh-

ly odehrát potřebné změny na straně nabídky, bez nichž se nemůže hovořit o tržní ekonomice.

Podle maďarských zkušeností bude také třeba vytvořit podobný depozitní systém jako v Německu, tj. jedno depozitní centrum a řadu menších depozitních míst. Dá se tak totiž postihnout vývoj obchodu s cennými papíry, který se uskutečňuje bez jejich fyzického pohybu.

Trendy vývoje v oblasti burzovních obchodů bychom chtěli pochopitelně sledovat a postupně se s nimi ztotožnit. Proces sjednocování probíhající v Evropě prakticky ve všech odvětvích lidské činnosti se totiž nevyhnul ani oblasti burzovních obchodů. Nejvýznamější evropské burzy připravují postupné sjednocení.

Pro technickou problematiku tohoto sjednocení byla již ustanovena společnost (Euroquoto) podle belgického práva se sídlem v Bruselu. Tento podnik má být nositelem systému, jehož pomocí budou nejen šířeny informace, ale rovněž zprostředkovány a uzavírány kótace cenných papírů. Podle plánu by měly být publikovány i kursy dosažené na některých evropských burzách. Další pracovní skupina má zpracovávat ES-index akcí, zahrnující celkem 100 akcií ze všech členských států ES a vyjádřený v ECU. Připomeňme si, že kromě připravovaného ES-indexu akcí je zejména znám tzv. Dow Jonesův index, kterým se měří vývoj amerického akciového trhu. Tento index je založen na pohybu cen akcí 30 velkých amerických podniků reprezentujících různá odvětví hospodářství (dopravu, spotřební zboží, komunikace, atd.).

Hodnota indexů je jedním z významných indikátorů stavu ekonomiky i chování trhu. Kromě nejznámějšího Dow Jonesova indexu existují i další. V SRN jde např. o Deutscher Aktienindex (DAS), který je založen na pohybu cen 30 rozhodujících akcií na frankfurtské burze. Známým indexem je Standard and Poors 500 Composite. Sleduje 500 druhů akcií, takže lze hovořit o jeho reprezentativnosti. Je sestaven z akcií obchodovatelných na NYSE (New York Stock Exchange), což jsou akcie společností největších. Za druhou největší burzu v USA se považuje American Stock Exchange (AMEX), obchodující s akciemi menších a středních společností. Zde jsou publikovány indexy AMEX Market Value Index a AMEX Major Index. „Mimo NYSE a AMEX existují v USA tzv. Regional Stock Exchanges [. . .] Zajímavou skutečností je, že téměř 50 % společností, které jsou evidovány v New Yorku, jsou také listed (připuštěny k obchodování) na regionálních burzách.“ [Americké burzy. . . 1991].

Z indexů londýnské burzy můžeme uvést alespoň Financial Times 30 Share a Financial Times Index 100, který zahrnuje 100 reprezentativních akcií obchodovaných na londýnské burze. Zajímavé je, že index je počítán každou minutu.

Pro tokijskou burzu se používá tzv. NIKKEI z 225 druhů akcií [Indikátory. . . 1991]. Kromě NIKKEI se za hlavní považuje i TOPIX (Tokyo Stock Price Index) — „složený index“ všech druhů běžných akcií společností připuštěných k obchodování v tzv. První sekci tokijské burzy (uvádí se, že koncem roku 1989 to bylo 1 160 společností). Tento index umožňuje všeobecný pohled na trh a vývoj na něm (má i subindexy pro 28 průmyslových skupin) [Fenomeny. . . 1991].

„Nejrenomovanější deníky (např. Financial Times či The Wall Street Journal) přinášejí denní vývoj základních burzovních ukazatelů (nejvyšší a nejnižší kurs za poslední období, tržní ceny, změny ve srovnání s předcházejícím dnem, úročení, poměr dividendy k tržní ceně akcie apod.). SBČS pružně zareagovala a tento fakt zohlednila vydáváním kursovního lístku se základními údaji obchodovatelných cenných papírů [. . .]“ [Zahradník 1991 (b)]. U nás se dále připravuje vydávání tzv. indexů Rentia [Zahradník 1991 (a)]. Příprava a vydání našeho zákona o burzách je velmi aktuální. Dosavadní text návrhu může pochopitelně doznat ještě změn. Změny navrhovaného textu předpisu v rámci legislativního procesu jsou ostatně obvyklé a jsou smyslem posuzování návrhu.

Kromě legislativního a technického řešení je však nutné upozornit i na záležitosti personální. Pro zřízení burzy bude totiž třeba vytvořit poměrně široký okruh (příprava jen vlastního personálu burzy by totiž nemohla dostačovat) odborníků připravených

u zahraničních burz, popř. v „bankovních školách“ a příslušných institucích. Kladně je třeba hodnotit případy, kdy se tak již děje. Přitom nejen emitenti, ale i naši případní investoři musejí být alespoň minimálně připraveni [Vrátný 1991].

Za základ lze považovat i seznámení se s obecnou odbornou terminologií, která se zřejmě vžije i u nás, i když některé pojmy budou v právních předpisech vyjádřeny v českém a slovenském jazyku.⁴

Ani zákon o burze v analyzovaném pojetí nebude zřejmě posledním legislativním krokem v této oblasti. Bude totiž třeba zvážit mj. otázky případné termínové burzy (kde není shodný okamžik uzavření obchodu a dodávky zboží) v ČSFR. Otázky týkající se burzy se musejí řešit urychleně, neboť se jeví být nesporné, že dobře fungující burza cenných papírů může pozitivně ovlivnit celkovou ekonomickou aktivitu.

„Burza může existovat, objem obchodů na ní však může být dlouhá léta zcela bezvýznamný. V ekonomice musí být vytvořena celá řada dalších podmínek, které vzbudí potřebu lidí nakupovat a prodávat cenné papíry — potom kapitálový trh ožije. [. . .] V čs. podmínkách existuje reálná naděje na urychlený vznik kapitálového trhu po velké privatizaci. Bude zde totiž velké množství majitelů akcií, a tedy i velký zájem o obchody.“ [Perspektivy. . . 1991]

K rozvoji burzovních obchodů přispěje i stanovení smlouvy o zprostředkování v návrhu obchodního zákoníku. Jak uvádí důvodová zpráva k návrhu obchodního zákoníku, liší se smlouva o zprostředkování od smlouvy o obchodním zastoupení tím, že jejím předmětem je zprostředkování jednorázové. Podstatnou částí smlouvy je sjednání provize, k platnosti smlouvy se však nevyžaduje určení její výše. Předmětem závazku je pouze vyvíjení činnosti, takže smlouva není porušena, jestliže k uzavření zprostředkovávané smlouvy nedojde. Nárok na odměnu však vznikne, jen když je činnost zprostředkovatele úspěšná.

K této činnosti náleží i působení na osobu, s níž bylo uzavření smlouvy zprostředkováváno, aby splnila své závazky ze smlouvy. Tato smlouva bude při zprostředkovávání burzovních obchodů realizována a aplikována bez ohledu na to, zda stranami jsou podnikatelé [Obchodní zákoník . . . 1991].

LITERATURA

- Americké burzy. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 40.
Burzovní otazníky. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 38.
DRAPÁK, F.: Peripetie pražské burzy. Týdeník Hospodářských novin, 1991, č. 36.
Fenomény tokijské burzy. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 37.
Indikátory kapitálových trhů ve světě. Hospodářské noviny, 1991, č. 36.
JANOŠ, V.: Z historie pražské burzy. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 27.
MAREK, K.: Ještě k připravovanému zákonu o burze. Arbitrážní praxe (v tisku).
MATUROVÁ, M.—ŠULC, V.: Burza — křížovatka kapitálu. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 21.
MUSÍLEK, P.: Elektronizace burzovníctví. Týdeník Hospodářských novin, 1991, č. 40.
Obchodní zákoník (vládní návrh zákona) Praha. Prospektum 1991 (s. 218 návrhu a s. 85 důvodové zprávy).
Perspektivy čs. finančního trhu (II.) — Kapitálový trh. Hospodářské noviny, 1991, č. 39.
Před vznikem burzy. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 35.
ŠULCOVÁ, M.: Sekundární trh cenných papírů. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 26.
Velká trojka burzovního světa. Týdeník obchodu a podnikání, 1991, č. 31.

⁴ k základním pojmům viz např. [Maturová—Šulc 1991]

VRÁTNÝ, R.: Jak na burze neprodělat. Týdeník Hospodářských novin, 1991, č. 33.

ZAHRADNÍK, P.: Indikátory kapitálového trhu se představují. Týdeník Hospodářských novin, 1991 (a), č. 41.

ZAHRADNÍK, P.: K sekundárnímu trhu v Československu. Hospodářské noviny, 1991 (b), č. 34.

ZAHRADNÍK, P.: Přístup na sekundární trh cenných papírů. Týdeník Hospodářských novin, 1991 (c), č. 38.

SUMMARY

Notes to Issues of Stock Exchange and Exchange Business

The article deals with functions of a stock exchange in a market economy and issues of legal arrangement of activities of prepared stock exchanges in Prague and Bratislava in connection with preparation of an act on stock exchanges. Further there are analyzed different systems of exchange business, managing authorities of stock exchange (general assembly, exchange chamber, supervisory council, auditors), participants of exchange business, role of official and private brokers, duties of emitents of bonds, distinguishing of official, regulated and free markets with bonds, determination of share prices, state supervision and role of federal minister of finance. There are also mentioned experiences from Hungary, trends to unifying of exchange business in connection with European integration, explanation of different indexes used by world most important stock exchanges.

DT: 336.748(437)

Prognóza vývoje kursu čs. koruny na rok 1992

Martin MANDEL*

Zavedení směnitelnosti čs. koruny v roce 1991 na jedné straně umožnilo podnikové a bankovní sféře navazovat přímé kontakty se svými zahraničními partnery, na druhé straně však nutí naše domácí ekonomické subjekty přijmout rizika pohybu devizového kursu. Odhad budoucího vývoje devizového kursu čs. koruny se tak stává nezbytným předpokladem úspěšné kalkulace efektivnosti zahraničního obchodu a finančních operací se zahraničím. V návaznosti na tuto skutečnost je cílem tohoto článku pokusit se o shrnutí základních faktorů, které ovlivňovaly pohyb kursu československé koruny v I. pololetí roku 1991 a které by mohly působit na vývoj kursu v roce 1992.

* Ing. Martin Mandel, pracovník katedry měnové teorie a politiky VŠE Praha

Příspěvek byl předán redakci 11. 11. 1991.